



議決権行使におけるいちごの誓約

2020年4月

2020年はパリ協定（温室効果ガス排出削減等のための国際的枠組み）の本格運用が開始され、地球規模で温暖化ガスの排出削減に向けた取組みが強力に推進されるスタートの年となります。我々は**企業の存在意義は社会貢献**であると考えており、一株主として投資先企業に期待いたしておりますのは「正しく利益を創出すること」と「社会的責務を果たすこと」です。そして、企業が社会や環境に対して責任を果たすための基盤がコーポレートガバナンスであると認識しております。

ガバナンス体制の整備・強化は、経営管理の高度化を通じて環境と社会への貢献度を向上させ、企業の中長期的成長をより確かなものとしします。つまり ESG（環境・社会・ガバナンス）は企業の持続的成長を支える根幹であると言えます。

経済に付加価値をもたらし、社会を豊かにできる主体は企業です。我々は今後とも、企業理念である「いちごの三方よし」の下、インベストメント・チェーンの一端を担う機関投資家として「投資先企業のために 顧客のために 日本のために」企業理解への研鑽に努め、企業の正しい事業活動の支援に尽力して参ります。そして、スチュワードシップ・コードの精神に則り、投資先企業の企業価値創造と持続的成長に資するよう、株主としての責務を果たし、日本社会へ貢献すべく、以下の三点をお約束いたします。

1：建設的な対話

私どもは長期的視点から企業価値を考え、エンゲージメントを行う投資家として、これからも我が国の歴史や文化に根差した企業と機関投資家の関係を尊重し、日本らしいエクセレンスを備えたコーポレートガバナンスの推進に力を尽くして参ります。創業からの企業理念である「一期一会」の精神に基づき、投資先企業に対する深い理解と、建設的かつ高質な対話を可能にする実力を備えることに努め、エンゲージメントを通じて投資先企業の皆様との相互理解を深め、強い「絆」を築いていけるよう最大限の努力をいたします。

2：全ステークホルダーに資する価値創造のための議決権行使

私どもの存在意義は「社会貢献投資家」として日本の発展と豊かさに寄与することです。企業が持続的成長を果たすには、将来の事業リスクを低減するとともに持続可能性（サステナビリティ）と成長力を支える ESG への積極的な取り組みが不可欠です。企業のステークホルダーの中で議決権行使の権利を有しているのは株主のみです。我々は、すべてのステークホルダーとの Win-Win の関係を重視するとともに、ESG の各要素にも最大限の配慮を払い、「すべてのステークホルダーのための価値創造」と「日本全体の成長への貢献」の観点から議決権行使を行うことで株主責任を果たして参ります。

3：中長期的な持続的成長を支援

私どもの使命は、投資先企業の皆様との「対話」を何よりも大切にし、Open Mind と Open Heart で企業理解と関係構築に努め、前向きな改革を全面的にサポートすることです。スチュワードシップ・コードの原則5では「機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。」と示されています。我々はこの趣旨に則り、議決権行使は基本的に個別判断とし、すべての議案は投資先企業の皆様との対話に基づいて権利行使を行います。投資先企業の皆様からの各議案に対する事前のご説明は随時承るとともに、議決権行使に際しては可能な限りのディスカッションを重ね、相互理解に努めた上で判断させていただくことをお約束いたします。

いちごの議決権行使重点項目：2020年

【1. 価値創造経営の実行①：株価純資産倍率（PBR）の向上】

株価純資産倍率（以下「PBR」という。）は企業の資産価値（解散価値）に対する株価評価指標の一つですが、企業の本来の価値は、純資産の価値に加え、企業価値創造の源泉である事業価値と人財価値からも創出されます。

$$\text{企業価値} = \text{資産価値} + \text{事業価値} + \text{人財価値}$$

国際統合報告評議会（IIRC）¹では、企業の成功は多様な「資本」に支えられているとして、「財務資本、製造資本、知的資本、人的資本、社会・関係資本、自然資本」の6つの資本が具体的に示されています。財務資本を「資産価値」とすれば、それ以外の5つの資本は非財務資本であり、この財務資本と非財務資本の合計が企業価値であると言えます。そしてこの非財務資本とは、上記における「事業価値」と「人財価値」と言い換えることもできると考えます。

本来PBRは、この財務資本（資産価値）に非財務資本（事業価値+人財価値）である市場付加価値を加算した数値に中長期的に収斂していくべきですが、一定期間に亘りPBRが1倍を下回るということは、何らかの理由でそれらの価値が割り引かれて株価に反映されていることを意味します。確固たる事業基盤や優れた競争優位性を有しながらも、長年に亘ってPBRが1倍を下回る状況は、資産価値だけでなく、これまで培ってきた事業力と長年企業に勤めてきた従業員の皆様の価値をも株式市場から十分に評価されていないと捉えることもできます。

私どもは、株主価値の視点から価値創造経営の指標の一つとして「PBR 1倍以上」を議決権行使基準として重視し、以下に挙げるいずれの基準も満たされていない場合は、心苦しい限りではありますが、原則として代表権を有する取締役の選任に対して反対票を投じます。ただし、外部環境における特殊要因や突発的事象に起因するPBRの低下には十分配慮させていただくとともに、事前に投資先企業の皆様とご相談を重ねさせていただいた上で行使判断をさせていただきます。

PBR基準の達成もしくは改善基準

1. 株主総会開催月の前月末から遡って過去3年間の月次平均PBR²が1倍以上
2. 株主総会開催月の前月末から遡って過去3か月間において、いずれか1ヶ月間の日次平均PBRが1倍以上
3. 株主総会開催月の前月末株価を基準としたPBRが、前年同月末比0.05以上向上³
4. 単年度で0.05以上のPBR向上の実現に向けた、合理的かつ説得性のある経営方針の策定

¹ 国際統合報告評議会（IIRC）による「国際統合報告フレームワーク」

² 1株当たり純資産は各月末の直近四半期数値を使用

³ 損失等の資本減少の場合を除く

【1. 価値創造経営の実行②：株主資本利益率（ROE）の向上】

上場企業には、株主から信託された大切な資産を守り育てていく責務があり、その実現には価値創造経営が必要不可欠です。株主資本利益率（以下「ROE」という。）は、その言葉が示す通り株主が経営者に託した資本に対しての収益性（資本生産性）を表す指標です。

経済産業省が2014年8月に公表した「伊藤レポート：持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」において、ROE 8%を上回る必要性が言及されてから5年が経過しました。この間、TOPIX500企業の平均ROEは、2015年3月期の8.6%から2019年3月期には10.2%まで上昇し、同期間の5年平均ROEは9.6%¹となりました。

また、改訂コーポレートガバナンス・コードにおいても「自社の資本コストの把握」が言及されるなど持続的成長のための価値創造において、バランスシート・コントロールが不可欠であることへの認識も深まっています。

一方、一般社団法人生命保険協会が毎年取りまとめている「企業価値向上に向けた取組みに関するアンケート」では、ROEをKPIの一つとして位置付けることに対する企業と投資家の認識ギャップが未だ大きいことも事実です。

私どもは、近年の資本コストに対する意識の浸透及びROE向上に対する上場企業の皆様のご姿勢を十分理解するとともに感謝しております。しかしながら、価値破壊経営に陥ることなく価値創造経営を追求するためバランスシート・マネジメントとともに資本生産性を重視した経営をお願いし、我々の議決権行使においても、引き続き「ROE 8%以上」を議決権行使基準として重視させていただきます。

以下に挙げるいずれの基準も満たされていない場合は、心苦しい限りではありますが、原則として代表権を有する取締役の選任に対して反対票を投じます。ただし、外部環境における特殊要因や突発的事象に起因するROEの低下には十分配慮させていただくとともに、事前に投資先企業の皆様とご相談を重ねさせていただいた上で行使判断をさせていただきます。

ROE 基準の達成もしくは改善基準

1. 直近終了事業年度を含む過去3年間の平均ROEが8%以上
2. 直近終了事業年度のROEが8%以上
3. 直近終了事業年度のROEが前年比で0.5%²以上向上
4. 単年度で0.5%²以上のROE向上の実現に向けた、合理的かつ説得性のある経営方針の策定

¹ Bloomberg データに基づき当社算出（金融機関を除く事業年度ベース）。金融機関を含む TOPIX500 企業の ROE 平均は、2015年3月期 7.9%、2019年3月期 8.8%、5年間平均 8.5%

² パーセントポイントの意。例えば、7.0%から 7.5%への向上

【2. 株主との意識の共有と経営の透明性の確保：独立社外取締役の複数選任と女性の活躍推進・多様性の促進】

コーポレートガバナンス・コードが初めて施行された 2015 年 6 月以降、上場企業における独立社外取締役の選任は大きく進展し、東証一部企業における独立社外取締役の選任状況は、2 名以上が 93.4%、3 分の 1 以上が 43.6%となりました¹。

私どもは、2015 年 12 月公表の「議決権行使におけるいちごの誓約」以来、独立社外取締役の複数選任を議決権行使重点項目として参りましたが、独立社外取締役の複数選任は、取締役会の実効性強化などその期待される責務の遂行に必須であることから、引き続き「**2 名以上の独立社外取締役の導入**」を議決権行使基準とさせていただきます²。

また、取締役会の規模、親子上場の有無、または組織形態等に応じて 3 分の 1 以上の独立社外取締役の必要性についても個別に対話をさせていただきます。

一方、2018 年 6 月に改訂されたコーポレートガバナンス・コードにおいて、「取締役会・監査役会の実効性確保の前提条件（原則 4-11）」へ追加的に明示された「『ジェンダーや国際性の面を含む』多様性と適正規模を両立させる構成」の観点では、いまだ推進余地は大きいと考えます³。

女性の活躍推進と多様性の促進は、企業の持続的成長を支えるだけでなく、労働環境の改善や社会課題の解決に対する企業責任の観点からも重要です。世界経済フォーラムが公表する「ジェンダー・ギャップ指数」の日本のランキングは 153 か国中 121 位、東アジア・太平洋地域では 20 か国中 18 位⁴であり、日本における男女の社会進出の差が世界的にも大きいことが示されています。4 分野 14 項目で算出されるこの指数において「経済的参加と機会」・「政治的権限」の両分野の順位はとりわけ低位です⁵。また、「経済的参加と機会」を構成する 5 項目では「経営者・マネージャー」と「賃金」の男女差が際立っていることにも留意が必要です。

女性の活躍推進によって、働きやすい職場環境の整備、男性の家事・育児参画、生産性に対する意識の変化が促されることが期待できます。また、それらを通じて培われる柔軟性ある価値観や多様性を取り込む姿勢は、企業の持続的成長を支えることに繋がると考えます。

そのため、女性の活躍推進を積極的に支援すべく、投資先企業の女性管理職比率の向上を注視するとともに、2021 年 3 月以降に開催される株主総会より「女性役員の選任」を議決権行使重点項目として設定することを検討しております。この場合の「女性役員」とは取締役であることが望まれますが、女性取締役が不在となる場合はその採用・育成計画に関して対話をさせていただき、個別判断による議決権行使を行わせていただきます。

1 東京証券取引所「東証上場会社における独立社外取締役の選任状況及び指名委員会・報酬委員会の設置状況」（2019 年 8 月）

2 独立社外取締役の独立性基準は、東京証券取引所が定める基準に準じますが、コーポレートガバナンス・コードの原則 4-9 に示されているように、「独立社外取締役となる者の独立性をその実質面において担保することに主眼を置いた独立性判断基準」の策定・開示が望まれます

3 内閣府男女共同参画局「有価証券報告書に基づく上場企業の女性役員の状況（2019 年 7 月末時点）」では、東証一部上場企業 2,147 社（2019 年 7 月末）のうち、女性役員（取締役、監査役、執行役）を選任している企業は 51.1%、取締役会に占める女性役員比率は 5.6%。企業統治助言会社のプロネッド調べでは、東証一部上場企業における女性取締役の比率は 5.7%

4 World Economic Forum「Global Gender Gap Report 2020」

5 「経済的参加と機会」115 位、「教育水準」91 位、「健康と生存」40 位、「政治的権限」144 位

尚、独立社外取締役の複数選任に関する重点項目の判断基準に関しましても PBR および ROE 基準と同様、特殊要因や突発的事象などの個別要因は十分に配慮いたします。

上記に加え、取締役会の実効性と透明性確保を目的として、以下の事項についても推奨させていただきます。

独立取締役と投資家・株主との対話の推進

独立社外取締役は、株主の代表として株主総会で承認され、透明・公正なコーポレートガバナンスの実践と中長期的企業価値向上に貢献することが期待されています。株主との意識の共有を目的として、投資家・株主からの対話の場の設定依頼には、合理的な範囲で定期的に対応されることが重要です。

上場企業経営の経験者の独立社外取締役への選任

上場企業の経営には、すべてのステークホルダーのための価値向上経営を実践する責任が伴います。同じ職責を背負い長年経営に携わってこられた上場企業の経営経験者の知見を活用することは、企業にとって大変有益であり、また日本の人的ストックの有効活用という観点からも重要だと考えます¹。

指名委員会・報酬委員会の設置と同委員会における独立社外取締役の過半数選任

現在、東証一部上場企業のうち、任意に指名委員会を設置している企業は 49.7%（うち社外取締役が過半数を占める比率は 61.4%）、報酬委員会を設置している企業は 49.4%（うち社外取締役が過半数を占める比率は 60.6%）となりました²。

経営トップを含む取締役の「指名」と「報酬」の透明性と公正性の確保はガバナンスの要諦です。経営を支えるガバナンスの実効性を担保するために、独立社外取締役が過半数を占める指名委員会・報酬委員会の設置³が肝要と考えます。

¹ 経済産業省「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針（CGS ガイドライン）」改訂版（2018年9月）では、「3.3. 社外取締役の人材市場の拡充に向けて」において、社外取締役の人材市場の拡充と他社への企業価値向上への貢献のため、経営に携わっていた経営経験者や現役経営陣の社外取締役への就任を推奨しています。

² 東京証券取引所「東証上場会社における独立社外取締役の選任状況及び指名委員会・報酬委員会の設置状況」（2019年8月）

³ 独立社外取締役の人数の不足により過半数とならない場合は、非執行取締役や社外監査役を含む

【その他のいちごからのお願い】

以下は、株主総会における議決権賛否に直接的な影響はないものの、ESGの観点から企業の皆様にご検討いただきたい事項を列挙させていただくものです。

人権尊重に向けた体制整備・取組み強化

2011年に国連で策定された「ビジネスと人権に関する指導原則」を受け、国別行動計画（NAP: National Action Plan）が各国で策定され、日本でも2020年半ばに「ビジネスと人権に関する行動計画」の公表が予定されています。この指導原則では、「人権を尊重する企業の責任」が示されるとともに「企業方針によるコミットメント」と「人権デュー・ディリジェンス」の必要性が挙げられています。

サプライチェーンにおける人権への負の影響を特定・評価するための人権デュー・ディリジェンスは、人権侵害を未然に防ぐだけでなく、企業の強靱性と持続可能性を高めることに繋がります。人権尊重への取組みを通じた労働環境の整備と社会課題の解決推進は、社会の貴重な生産資源を活用する企業に課せられた責任であると考えられることから、人権デュー・ディリジェンスの実施につきましてご検討をお願いいたします。

気候変動に対する対応策の策定・推進強化

パリ協定に参加する約200か国は、世界の平均気温の上昇を産業革命前から比べて2℃より十分低く保ち、1.5℃に抑える努力を約束していますが、現在提出されている各国の削減目標では今世紀末には約3℃の気温上昇が見込まれています¹。

パリ協定の達成に向け、各国には目標を引き上げるとともに可能な限り早急に対応を推進することが強く求められています。日本においてもすでに多くの企業が気候変動対応を行なっておられますが、その取組みの裾野を広げ、活動をさらに加速化するために、以下についてご検討をいただきたいと思えます。

- ①気候変動対策に対する責任者の任命
- ②気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）提言への取組み（気候変動に関するガバナンス・戦略・リスク管理・指標と目標の開示）、もしくは温室効果ガス削減計画・目標の策定
- ③取締役の報酬基準の一つに、気候変動に関連した目標の達成度を追加

取締役の任期の単年度化

会社法では、監査等委員会設置会社及び指名委員会等設置会社でない上場企業（監査役会設置会社）の取締役任期は2年、もしくは株主総会の決議によって1年に短縮されることを妨げないと定められていますが、我々は特段の事情がない限り、取締役の任期を1年²とすることをご検討いただきたいと考えます。

取締役の任期はサクセッションプランの一つであり、取締役会構成の機動性確保の観点からも、取締役の任期の単年度化はガバナンス向上に資すると考えられます。

¹ 公益財団法人地球環境戦略研究機関『IPCC1.5℃特別報告書』ハンドブッカー背景と今後の展望〔改訂版〕（2019年2月）

² 東証一部に上場する監査役会設置会社の68.2%は取締役任期が1年である

アセットオーナーとしての企業年金基金のステュワードシップ・コードへの賛同

改訂コーポレートガバナンス・コード「企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮（原則 2-6）」に示されている通り、企業年金基金がインベストメント・チェーンの最上位に位置するアセットオーナーとして、高い倫理観に基づいて年金加入者・受給者に資する適切な運用方針とガバナンス体制を整え、従業員の皆様の未来を守るためのフィデューシャリー・デューティーを果たすことは社会的要請です。

上場企業には、企業年金基金の母体企業として、企業年金がアセットオーナーとして正しく機能するため適切な人材の登用・配置が求められています¹。改訂コーポレートガバナンス・コードの施行後、企業年金基金のステュワードシップ・コードへの賛同は増加しており、我々はインベストメント・チェーンの好循環のために、企業年金基金のステュワードシップ・コードへの賛同は必要不可欠であると考えております。

政策保有株式の縮減と、招集通知の事業報告書類での当該年度末時点の政策保有株式保有状況の開示

政策保有株式の最大の問題は、①資本効率の低下と株価変動による財務不安定化、②議決権行使を通じた監視機能の形骸化と利害関係者株主（いわゆる安定株主）による少数株主の権利の毀損です。政策保有株の個社および社会的な弊害についてぜひご考慮いただくとともに、段階的な縮減を強く希望いたします。

また、政策保有株式の保有状況は、上記の観点から取締役の選任における検討材料となるため、招集通知の計算書類及び事業報告での報告事項に記載すべきであると考えます。政策保有株式についてはコーポレートガバナンス上も大きな論点であるため、会計期末での政策保有株式の保有状況を事業報告に明記していただくことは、透明性高くガバナンスの効いた上場企業としての真摯なご姿勢を示すことに繋がります。

¹ 金融庁「投資家と企業の対話ガイドライン」（2018年6月1日）